

低基数支撑经济数据改善， 建议关注债券配置机会

——宏观经济与大类资产配置月报（2023年11月）



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张林

lzhang01@ccxi.com.cn

研究员 张文宇

wyzhang@ccxi.com.cn

研究员 王晨

chwang01@ccxi.com.cn



相关报告

供需失衡有所加剧，资产配置建议以均衡
为主——宏观经济与大类资产配置月报
(2023年10月)

经济呈波浪式修复并筑底回升，建议关注
风险资产结构性机会——2023年三季度宏观
经济及大类资产配置分析与四季度展望

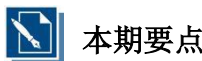
政策发力经济边际改善，关注短期内的风
险资产结构性机会——宏观经济与大类资
产配置月报（2023年8月）

“弱修复”持续，短期债券或优于权益——
宏观经济与大类资产配置月报（2023年7
月）

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；
gzhao@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn



本期要点

主要观点

低基数支撑下主要经济指标稳中有升，但供需失衡的矛盾依然较为突出。11月宏观经济统计呈现出较全面的回升，其中工业增加值、服务业生产、社零额与出口当月同比增速皆较前值有所改善，且改善幅度较大，但剔除基数之后的两年复合增速皆慢于上月，整体看仍处于温和修复。从生产端来看，工业生产保持韧性且有亮点，服务业生产增速依然较快，后续来看装备制造业以及接触型消费仍可形成较强支撑。从需求端来看，需求不足的问题依然突出，基建投资空间面临化债的约束，房地产下行对于经济的拖累依然延续，消费依然整体呈现出明强实弱特征，出口将受益于低基数但仍面临一定不确定性。供需失衡之下价格水平依然偏低，11月CPI与PPI皆为负增长，翘尾因素在明年上半年或依然为负，价格水平改善依然面临一定压力。金融数据与宏观经济基本面的表现较为一致，社融改善依然较为依赖政策性因素的支撑，M1处于历史低位表明资金活化有所不足。经济温和修复叠加美联储暂停加息，本月人民币汇率企稳走升，后续人民币汇率仍将受到经济基本面、利差以及美元指数等多重因素影响。12月政治局会议与中央经济工作会议提出，明年经济工作的总基调是“稳中求进、以进促稳、先立后破”，对于稳增长的定调更加积极，我们维持对于2023年GDP增速为5.3%左右的判断，其中四季度经济增速或为5.5%左右，2024年经济增速目标或仍为5%左右。

从大类资产配置看，11月16日-12月15日，风险资产表现不佳，权益、大宗商品整体均下跌，债市收益率有所下行。后续看，经济修复结构性问题仍存，股票市场难有趋势性机会，建议关注成长类以及高股息板块；债市收益率上行动力不足，经济复苏承压下，预计明年利率中枢或有所下行。此外，从大宗商品看，在全球经济仍有下行压力、海外流动性或有所放松下，建议关注黄金中长期配置价值，可在价格回调后择机配置。结合模型配置权重，建议关注债券配置机会，可适当博弈降准降息预期。

11月主要宏观经济数据稳中有升，但主要得益于低基数的作用，供需失衡的矛盾依然较为突出，经济整体仍呈温和修复态势。从生产端来看，工业增加值、服务业生产在装备制造业及接触型服务业的支撑下保持韧性，但剔除基数后的两年复合增速却弱于上月。从需求端看，社零额增速、出口同比增速均较前值边际改善，但消费总体延续“明强实弱”特征，固定资产投资完成额累计同比与上月保持一致，但房地产投资跌幅延续扩大，基建投资增速延续年初以来的边际回落走势。经济温和修复内需偏弱延续，核心CPI低位运行，原油价格走低拖累PPI降幅扩大，叠加明年上半年翘尾因素为负，价格改善依然面临一定压力。整体来看，11月宏观经济仍处于筑底回升过程中，剔除基数效应后经济修复的成色略有不足，延续了温和修复的态势。考虑到基数作用，我们维持对于全年GDP增速为5.3%左右的判断，其中四季度经济增速或为5.5%左右。12月的政治局会议与中央经济工作会议提出，明年经济工作的总基调是“稳中求进、以进促稳、先立后破”，稳增长政策基调进一步确认，2024年经济增速目标或仍为5%左右。

11月16日至12月15日，风险资产表现不佳，权益、大宗商品整体均下跌，债市收益率有所下行。后续看，经济修复结构性问题仍存，股票市场难有趋势性机会，建议关注成长类以及高股息板块；债市收益率上行动力不足，经济复苏承压下，预计明年利率中枢或有所下行。此外，从大宗商品看，在全球经济仍有下行压力、海外流动性或有所放松下，建议关注黄金中长期配置价值，可在价格回调后择机配置。结合模型配置权重，建议关注债券配置机会，可适当博弈降准降息预期。

表 1：2023 年 11 月主要宏观数据一览

	2023							2022	
	2021-2023 年三年复 合增速	2022-2023 两年复合 增速	11月 环比	11月	10月	Q2	Q1	11月	同比 变化
工业增加值（同比，%）	4.18	4.38	0.87	6.60	4.60	3.8	3.0	2.2	↑
服务业生产指数（同比，%）	3.40	3.55	1.60	9.30	7.70	8.7	6.7	-1.9	↑
投资（累计同比，%）	4.46	4.09	0.26	2.90	2.90	3.8	5.1	5.3	↓
制造业投资	9.72	7.79	0.10	6.30	6.20	6	7.0	9.3	↓
房地产投资	-4.67	-9.60	-0.10	-9.40	-9.30	-7.9	-5.8	-9.8	↑
基建投资（不含电力）	5.01	7.34	-0.10	5.80	5.90	7.2	8.8	8.9	↓
民间投资（累计）	2.71	0.30		-0.50	-0.50	-0.2	0.6	1.1	↓
社零额（同比，%）	2.49	1.79	-0.06	10.10	7.60	8.2	5.8	-5.9	↑

出口：同比(%,美元)	3.05	-5.10	6.50	0.50	-6.40	-3.2	-1.7	-10.4	↑
进口：同比(%,美元)	5.07	-6.02	2.40	-0.60	3.00	-6.7	-6.9	-1.3	↑
贸易顺差(亿美元)	-	-	-210.51	684	565.28	4023.61	1814.28	657.85	↑
CPI(同比,%)	1.13	0.54	-0.50	-0.50	-0.20	0.7	1.3	1.6	↓
PPI(同比,%)	2.63	-2.15	-0.30	-3.00	-2.60	-3.1	-1.6	-1.3	↓
M2：同比(%)	10.29	11.19	1.03	10.00	10.30	11.3	12.7	12.4	↓
新增社会融资规模(亿元)	-	-	6000	24500	18500	215488	145295	19900	↑

(注：↓↑分别代表今年11月相比上年同期的回落与提升，投资及其三大分项、民间投资、服务业生产指数环比均为增速环比，其余环比为统计局公布的数据)

表 2：部分高频数据迷你图

		迷你图	10-07	10-14	10-21	10-28	11-04	11-11	11-18	11-25	12-02	12-09	12-16
生产	螺纹钢产量(万吨)		254.3	252.9	256.3	260.8	262.2	250.9	254.8	254.8	260.84	261.19	78.29
	高炉开工率(%)		83.4	82.2	82.4	82.5	80.1	81.0	79.7	80.1	80.88	78.73	78.29
	PTA开工率(%)			77.0	75.6	77.7	77.2	74.6	73.3	75.3	77.09	75.91	81.89
	PTA产业链负荷率(%)		83.1	76.1	74.8	77.3		75.4	73.4	78.7	81.68	81.8875	85.61667
	汽车全钢胎开工率(%)		49.9	64.3	65.2	65.3	63.2	62.3	58.2	61.4	59.56	59.72	59.64
基建	水泥发运率(%)		69.3	72.5	72.6	73.1	73.0	71.9	72.9	72.6	72.55	72.42	72.38
	水泥磨机运转率(%)			48.5	46.3	47.5	47.5	46.0	42.5	41.4	39.13	37.72	35.06
	石油沥青装置开工率(%)			49.5	48.0	48.8	45.1	43.8	41.9	40.9	37.32	35.79	32.33
	30大中城市商品房成交面积(万平方米)		94.9	248.2	274.8	305.4	258.5	183.3	221.0	233.3	276.3946	240.225	259.7107
	100大中城市成交土地占地面积(万平方米)		622.4	1781.7	2296.3	2749.7	1504.2	1255.1	1547.5	558.2	2783.95	3225.106	5224.12
消费	二手房出售挂牌量指数(%)		37.7	42.2	44.4	39.1	45.2	44.1	44.4	44.4			
	二手房出售挂牌价指数(%)		180.6	180.2	180.0	179.7	178.9	178.3	178.1	178.0			
	一线城市二手房出售挂牌价指数(%)		226.4	226.2	225.6	225.2	224.4	223.8	223.5	223.3			
	乘用车日均零售销量同比(%)		68.0		5.0	11.0	-1.0	6.0	26.0	21.0	28.5		7
	乘用车日均批发销量同比(%)		7.0		8.0	7.0	14.0	8.0	27.0	23.0	28.5		9
出口	电影票房(万元)		171800.0	58200.0	43800.0	40200.0	38200.0	38000.0	32000.0	46400.0	57400	59900	63600
	国内航班执行数(架次)		96285.0	85023.0	85567.0	85565.0	81771.0	80093.0	82320.0	82648.0	82431	80818	76099
	整车货运流量指数		95.0	115.8		116.2	118.8	121.5	121.3	119.4	118.0314	118.1805	111.1882
	北上广深地铁客流量(万人)		20055.1	27261.9	27031.7	27099.4	26683.1	26311.9	26781.2	26634.1	26149.56	25998.25	25687.84
	韩国旬度出口(%)		09-20	09-30	10-10	10-20	10-30	11-10	11-20	11-30	12-10	12-20	12-30
CPI	上海出口集装箱运价指数		9.8	-4.4	-1.7	4.6	5.0	3.2	2.2	7.7	3.3	13	
	波罗的海干散货指数		1810.2	1960.4	2050.4	1804.6	1441.8	1570.6	1716.6	1865.0	2695	2863	2451.4
	美国周度经济指数		2.0	1.9	2.0	1.8	1.9	2.0	1.8	1.7	2.48	2.39	
	食用农产品价格指数		110.3	109.4	108.8	108.2	107.7	107.7	108.6	109.6	110.24	110.13	111.23
	农产品批发价格200指数		120.7	119.9	118.1	117.1	115.7	115.2	116.4	118.0	119.4986	119.7714	121.7386
PPI	猪肉平均批发价(元/公斤)		21.8	21.8	21.4	21.0	20.7	20.5	20.2	20.2	20.292	20.068	19.946
	28种重点监测蔬菜平均批发价(元/公斤)		5.0	5.0	4.8	4.7	4.5	4.5	4.6	4.7	4.75	4.738	4.866
	生产资料价格指数		110.6	110.0	109.8	109.3	109.1	108.9	109.2	108.9	108.87	108.87	108.98
	南华综合指数			2499.3	2535.7	2525.3	2545.6	2549.3	2562.5	2551.9	2541.262	2519.088	2519.9
	布伦特原油现货价格(美元/桶)		91.7	90.5	93.4	90.1	88.7	84.4	82.3	81.7	81.354	76.34	75.724
螺纹钢价格(HRB400 20mm)(元/吨)		3836.0	3805.8	3816.4	3827.4	3894.4	3960.0	4027.2	4073.6	4061.8	4067.2	4087.2	
秦皇岛港动力末煤平仓价(Q5500)(元/吨)		1000.0	1027.3	1010.0	989.0	949.8	938.6	944.2	930.8	929.6	930.6	946	
水泥价格指数		106.5	105.7	106.7	108.7	109.9	110.6	110.8	110.6	112.766	113.682	112.964	

一、装备制造与接触型服务形成支撑，后续生产端仍有较强韧性

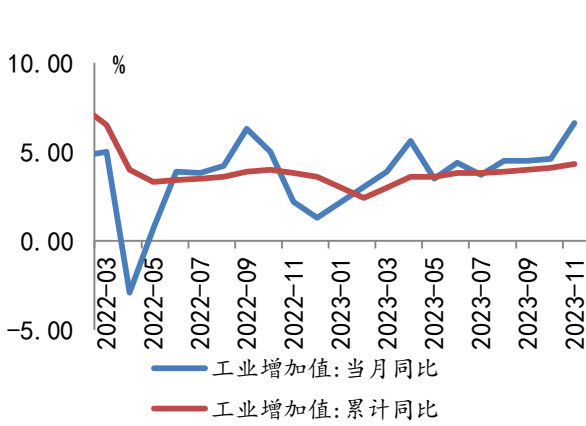
装备制造业是今年工业生产的重要支撑力量，叠加上年基数较低及政策支持，工业生产韧性延续的基础仍存。11月工业增加值同比增速较上月加快2个百分点至6.6%，是今年以来的增速高点，环比较上月小幅回升0.5个百分点至0.9%。本月装备制造业工业增加值同比增长9.8%，较上月回升3.6个百分点，是工业生产延续改善的重要支撑力量。从后续来看，工业保持韧性仍有支撑：一是今年上半年工业增加值增速的基数较低，对明年上半年工业生产增长形成支撑。二是装备制造业占全部规上工业增加值的比重已超过30%，且保持较快增长，后续装备制造持续增长不仅对工业生产形成直接拉动，也有利于增长新动能的进一步积蓄和释放。三是基数走低及高新技术产品

出口边际回升带动高技术行业生产边际改善。或受11月高新技术产品出口当月同比由负转正带动，本月高技术产业工业增加值同比较上月回升4.4个百分点，今年高技术产品出口的低基数或也将有利于明年高技术产品生产的改善。从制约因素来看，一是工业增加值两年复合增速不高，为4.4%，较前值回落0.4个百分点，相较常态增速水平仍有距离。二是工业生产结构分化的格局延续。上游原材料行业及与出口相关的高技术行业虽边际改善，但较装备制造业仍偏弱，其中高技术产业两年复合增速仅为4.1%，较近5年同期9.5%的平均水平仍有一定差距。三是与下游消费相关纺织服装、家具、文工体娱等行业增速依然位于负增长区间，农副食品加工业增加值同比由正转负，较上月回落1.2个百分点至-0.5%，增速处于较低水平。综合来看，考虑到装备制造业对于工业的支撑以及中国制造在全球产业链中的重要作用，工业生产仍将保持韧性，稳增长政策持续发力生效也有望继续呵护工业生产修复。

接触型服务行业依然拉动服务业生产恢复性增长，后续假期因素仍将助力服务业修复。11月服务业生产指数同比延续8月以来的回升走势，较上月上行1.6个百分点，为9.3%。本月住宿和餐饮业生产指数同比增长30.6%，“双十一”购物节提振下，批发及零售业较上月回升1.9个百分点，为11.9%，均对服务业生产改善带来助力。从后续支撑因素来看，一是明年一季度接触型服务行业依然面临较低基数。二是接触型服务行业的增长往往具有一定“惯性”，或不会在短期内因消费需求释放而增速走低。从制约因素来看，服务业生产指数两年复合同比仅为3.6%，较前值回落0.3个百分点，这也与11月非制造业服务业PMI回落至收缩区间相一致，整体来看服务业生产虽有改善但也存在一定明强实弱的特征。短期来看，随着寒假假期及元旦与春节双节到来，相关接触型服务行业边际改善仍有支撑。

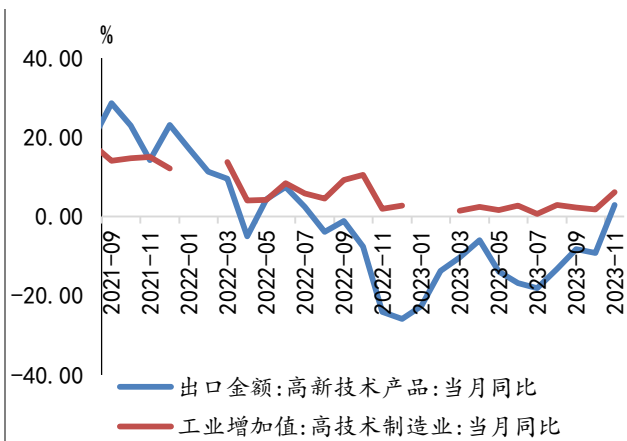
图1：工业增加值边际回升

图2：高技术制造业工业增加值与高新技术产品出口边际改善



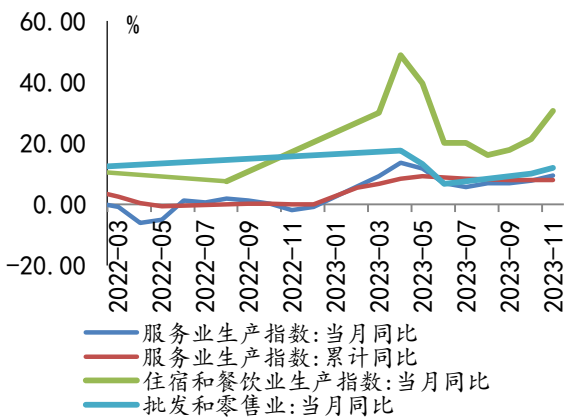
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 3：服务业生产边际回升

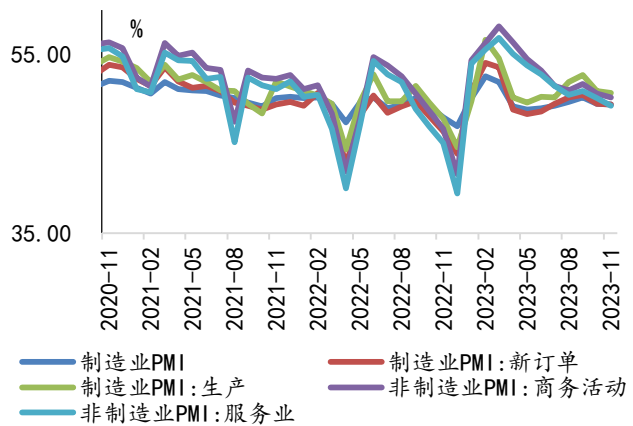


数据来源：CHOICE, 中诚信国际整理

图 4：制造业PMI、非制造业服务业PMI 边际回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



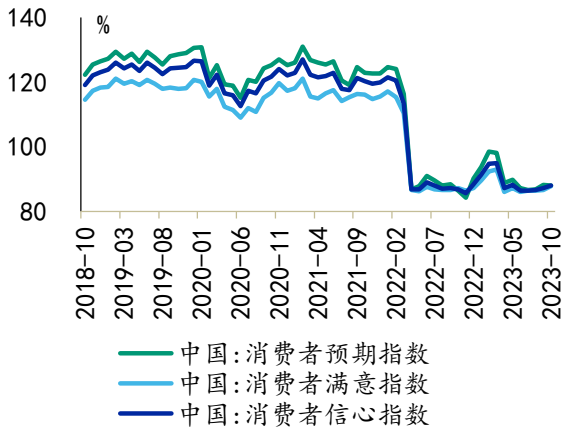
数据来源：CHOICE, 中诚信国际整理

二、房地产持续拖累消费与投资，基建与出口面临一定改善空间

低基数影响社零额增速较高，服务零售仍是主要拉动，商品零售与房地产产业链相关的消费依然偏弱。11月当月社零额同比增长10.1%，较上月上行2.5个百分点，位于较高增速水平。从支撑因素看，在餐饮等服务消费改善带动下，本月社零额增速延续上月升势，1-11月服务零售同比增长19.5%，较前值上行0.5个百分点，显著高于社零额增速水平，后续接触型服务的增长以及居民收入的改善或对社会零售增长形成一定支撑。从制约因素看，一是消费“明强实弱”的情况仍然存在，本月社零额两年复合同比增长1.8%，低于前值1.7个百分点。二是房地产产业链条相关的建筑及装潢材料类零售额同比降幅较上月走扩，家具类和家用电器音像器材类零售额同比分别位于2.2%和2.7%的低位区间。三是需要注意消费领域中或存在消费降级现象。后续看，随着元旦及春节到来，服务消费尤其是接触型服务消费维持较高水平仍有支撑，但磁

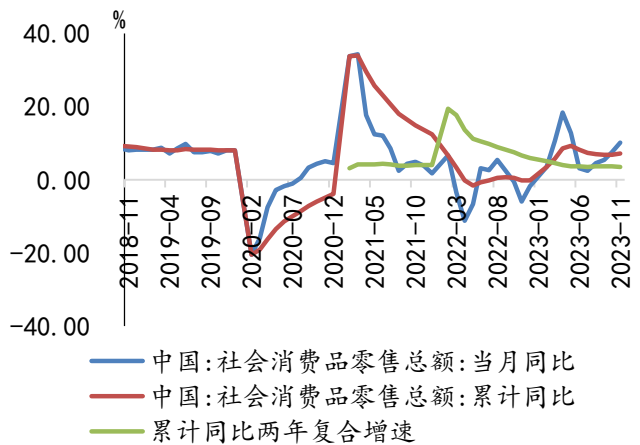
吸效应以及收入预期变化下居民行为函数发生变化，稳消费与扩消费依然依赖于一揽子措施与中长期收入分配改革的推进。

图 5：消费信心不足



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：社零额同比边际回升

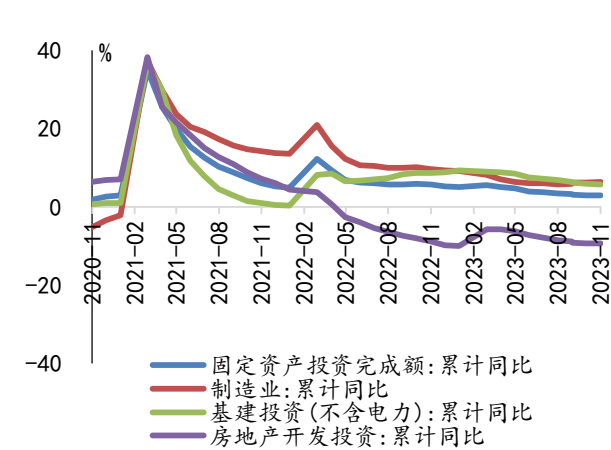


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

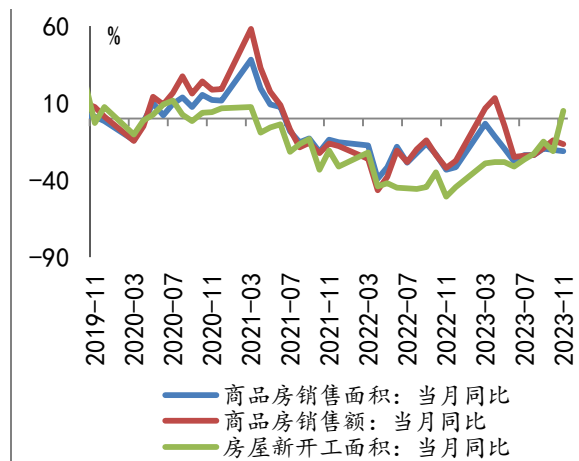
稳地产政策持续发力，但房地产市场仍处于深度调整阶段，房地产投资降幅延续扩大，短期内仍将拖累经济修复。11月房地产投资跌幅延续扩大，累计同比下降9.4%，较上月回落0.1个百分点，对于经济的拖累不减，稳地产政策仍需加码提速。从支撑因素来看，“三大工程”和“三个不低于”为房地产投资与融资提供新增空间，随着政策调整房地产市场出现边际改善的迹象，11月商品房销售面积、销售额当月同比分别为-21.3%和-16.9%，较8月份降幅分别收窄2.7个百分点和6.85个百分点。12月北京、上海进一步放松限购政策，需求端的措施也在延续。从制约因素来看，住房需求与预期下行仍未触底，本月商品房销售面积、销售额当月同比分别为-21.3%和-16.9%，持续位于低位负增速区间，房屋新开工面积当月同比虽由负转正，但两年复合增速仍位于-28.5%的深度收缩区间。价格方面，一线城市二手住宅价格跌幅显著扩大至1.4%（上月为-0.8%），带动全国房价走低，70城中无价格环比上涨城市。后续看，房地产投资增速短期内或难以由负转正，仍将拖累经济修复。

图 7：房地产投资降幅走扩、基建投资增速放缓

图 8：房地产销售仍位于低位



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



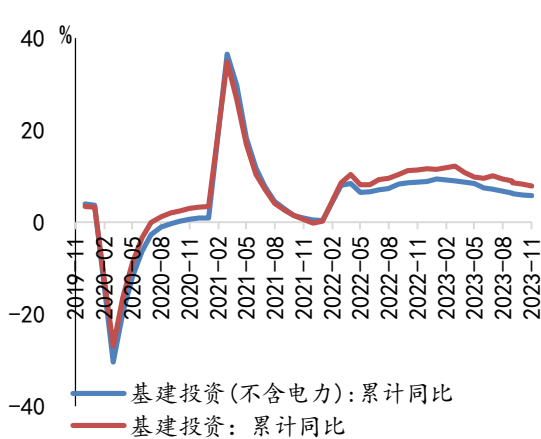
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

基建投资增速边际回落，但财政政策持续发力下后续基建投资增速或略有提升。

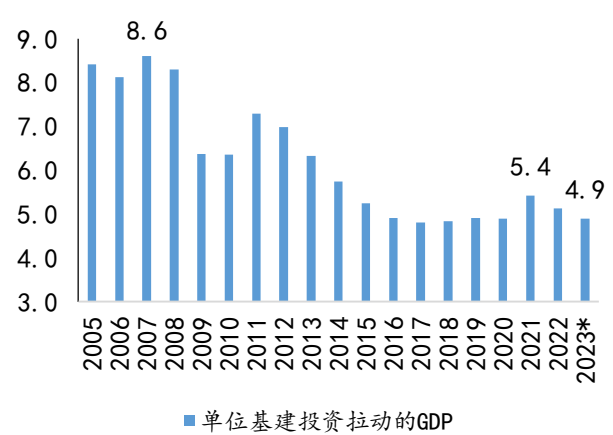
11月基建投资（不含电力）延续年初以来的回落走势，累计同比较前值回落0.1个百分点，为5.8%，为2022年以来低点，但11月基建投资（包含电力）累计同比增长8.3%，仍保持较高的增速水平，继续发挥“压舱石”作用。从支撑因素来看，一是2024年稳增长的定调更加积极，基建投资保持较高增速水平将受到财政支出力度加大的支撑。二是此前增发的1万亿国债主要结转2024年使用落地，“三大工程”建设稳步推进也提振相关配套基建投资需求，此外专项债可能也保持比较高的新增量，推动基建稳步增长。从制约因素来看，债务风险以及化债约束之下，部分地方政府特别是中西部省份的财政支出能力和意愿或依然有限，对于基建投资的财政支出或受到扰动。此外近年来基建投资效率的边际回落，基建投资对于固定资产投资的支撑也有所减弱。后续看，随着新增国债、特殊再融资债、专项债的发行或使用，基建投资将继续起到“托底”经济的作用，2024年基建投资（不含电力）增速有望达到6%左右。

图9：基建投资增速仍较高

图10：基建投资的GDP撬动效率在降低



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

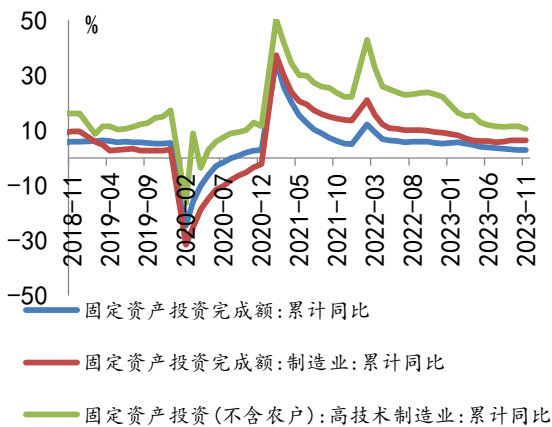


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

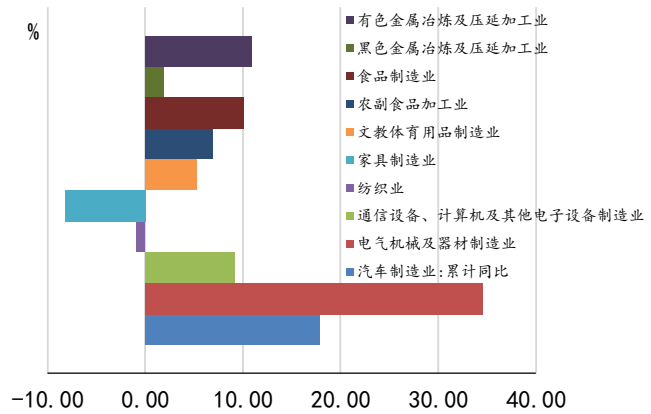
制造业投资保持韧性但各行业间分化较大，装备制造与高技术制造投资增长较快，上游原料与下游消费相关投资增长较慢。1-11月制造业投资同比增长6.3%，较前值小幅回升0.1个百分点，延续了自8月以来回升态势，增速高于全部固定资产投资3.4个百分点。从支撑因素来看，一是制造业企业盈利水平有所改善，拉动制造业投资回暖。1-10月，制造业企业利润下降8.5%，降幅较1-9月收窄1.6个百分点。二是高技术制造业投资持续保持较高水平增速。1-11月高技术制造业投资同比增长10.5%，较前值回落0.6个百分点，但仍保持两位数的增速。三是金融扶持、加速设备更新等因素支撑装备制造业投资形成一定支撑。从制约因素来看，一是上游原料和下游消费行业投资仍较为疲弱。上游石油煤炭加工、化学纤维制造、黑色金属冶炼及压延加工等行业投资累计同比分别为-20.7%、-10.3%以及1.9%；下游纺织、家具制造、文教体育用品制造等行业累计增速今年以来长期处于负区间。二是出口承压扰动制造业投资。11月PMI新出口订单指数延续上月的回落走势，较上月回落0.5个百分点，为46.3%，全球经济放缓、需求偏弱下，我国外需仍承压，制造业投资也将受到一定扰动。后续看，随着政策持续发力稳增长、稳内需，加之装备制造业设备更新延续，出口增速虽较低但绝对规模水平仍较高，也为制造业投资提供了一定外部需求的支撑，短期看制造业投资保持韧性存在基础。

图 11: 高技术制造业增速保持较高水平

图 12: 1-11月制造业投资分化较为严重



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

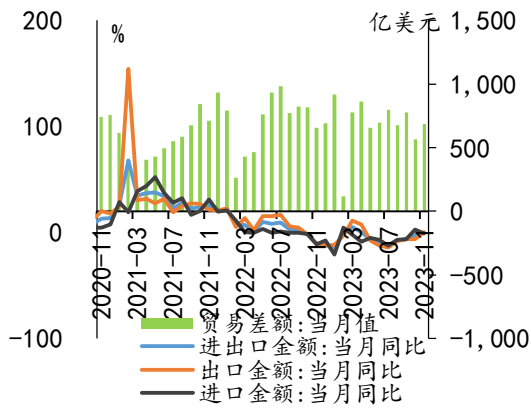


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

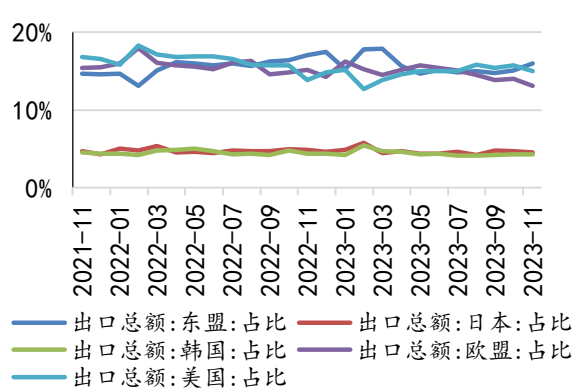
机电产品拉动出口同比边际回升，短期来看出口规模或维持较高水平，出口增速受到低基数支撑。11月出口同比自5月以来首次转正，同比增长0.5%。从支撑因素来看，一是劳动密集型产品、机电产品等重点产品出口维持较好表现，同比增速均有回升。11月劳动密集型产品出口增速降幅均较上月大幅收窄，其中家具及其零部件出口增速回升最为显著，同比由-9.07%回升至3.62%。机电产品出口增速为1.26%，自5月以来首次录得转正，较上月同比增长7.96%。二是对东盟出口的比重有所上升。从占比来看，11月我国对东盟进出口总额实现814.1亿美元，占比15.8%，较上月上调0.6个百分点，东盟仍是我国第一大贸易伙伴。三是海外节假日提振及基数作用。从制约因素来看，外需整体偏弱的趋势并未扭转。欧元区制造业PMI已经连续数月位于临界点之下，美国ISM制造业PMI与上月持平继续位于低位收缩区间，东盟PMI较上月回升0.4个百分点，但仍为今年来的较低水平，表明高利率环境制约下外需整体仍较为疲弱，出口同比仍位于低位水平。后续看，欧美节日影响或对12月出口形成一定支撑，同时2023年前11个月出口累计同比为负，低基数效应或对2024年出口形成一定支撑，但全球经济放缓态势不改、外需仍较为疲弱下，我国出口依然面临一定不确定性。

图 13: 出口边际回升

图 14: 欧美出口比重有一定的下行趋势



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

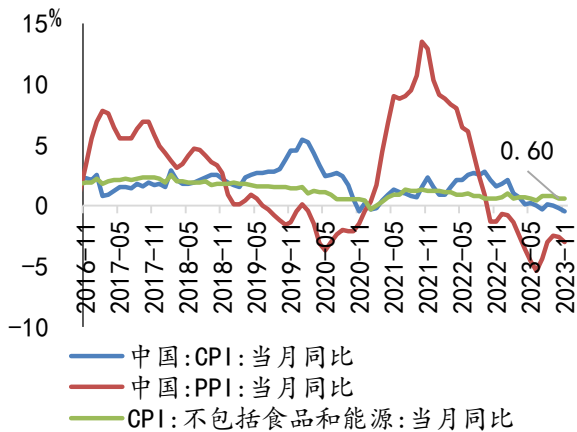
三、价格水平持续低迷，后续通胀中枢或将温和回升

需求偏弱核心 CPI 仍位于低位水平，食品价格和非食品价格均边际回落，明年初 CPI 翘尾总体为负，但 2024 年 CPI 中枢或温和回升。CPI 同比下降 0.3 个百分点至 -0.5%，创年内新低，CPI 环比由上月的 -0.1% 进一步回落至 -0.5%。剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速与上月持平，为 0.6%，仍处于低位水平。从支撑因素看，随着“两节”需求回暖预计畜肉价格将有所回升，且随着气温下降，蔬菜、鲜果等农产品生产储运便利性下降，或对食品价格边际回升带来一定支撑。节日效应提振下，服务价格也将对非食品价格带来助力。此外，中央经济工作会议稳增长基调进一步确认，货币政策也将与财政政策协同发力，后续通胀温和抬升的基础仍存。从制约因素看，一是生猪供给依然充沛，短期内制约食品价格抬升。二是终端消费需求偏弱，工业消费品价格的走高缺乏基础。三是服务价格依然依赖于节假日的季节性因素，双节过后服务价格能否延续仍有待观察。后续来看，CPI 同比在 2024 年初个别月份或有望转正，随着 2024 年经济持续改善以及稳增长政策效果见效，全年通胀中枢或较 2023 年温和回升。

PPI 降幅边际走扩短期内仍有回落压力，稳增长政策发力或对 PPI 企稳形成支撑。11 月 PPI 同比下降 3%，低于市场预期且降幅较上月扩大 0.4 个百分点，环比由平转负降至 -0.3%。从支撑因素来看，我国需求持续修复之下，工业企业需求边际改善仍有基础，万亿国债的发行使用及财政政策持续发力稳增长，也将对基建等相关行业工业品价格带来一定支撑。同时冬季天气转寒，季节性供暖需求的增加了对于上游煤炭、天然气等能源需求，也为短期内生产资料价格环比上涨提供支撑。从制约因素来看，全球经济放缓、外需承压以及短期内需偏弱，将对工业行业供需两端产生掣肘，同时原油价格低位波

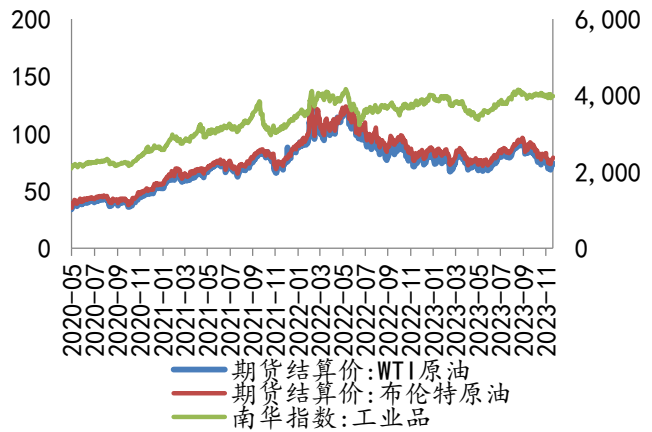
动态势难见显著扭转，制约 PPI 同比回升，此外翘尾因素或也将明年上半年对 PPI 形成一定拖累。后续来看，由于国内需求仍弱，加之国际油价的持续低迷，预计短期内 PPI 仍有边际回落压力，但考虑到明年财政政策持续发力稳增长，或将为生产资料价格企稳提供一定支撑。

图 15：CPI 同比持续位于低位



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 16：原油等大宗商品价格波动回落



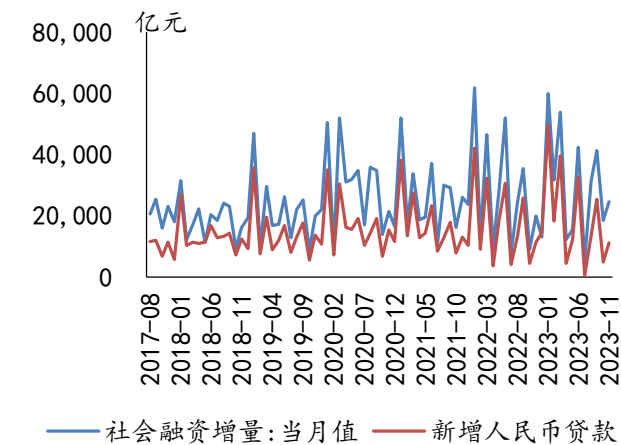
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

四、政府债融资持续支撑社融增速回升，宽货币仍需向宽信用传导

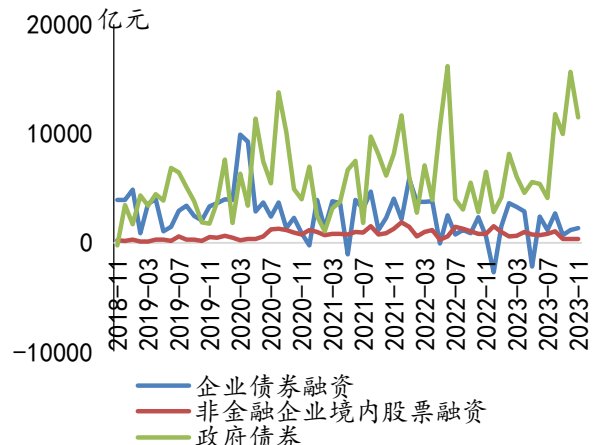
社融增速回升仍主要依赖于政府债融资支撑，明年社融存量增速或有望达 9.5%。11 月新增社融 2.45 万亿，同比多增 4556 亿元；存量社融同比增长 9.4%，较上月增长 0.1 个百分点。从支撑因素来看，一是政策性因素的延续支撑。11 月份政府债券净融资额为 1.15 万亿元，同比多增 4992 亿元，政府债融资同比多增是本月新增社融改善的主因，其中地方政府特殊再融资债券发行 3339 亿元。二是信贷投放仍有支撑。虽然央行要求 2024 年银行“适度平滑信贷波动”，但居民部门新增超额储蓄规模较大，加之 12 月各大银行下调存款利率，信贷投放依然有所支撑。从制约因素来看，当前实体经济融资需求仍然偏弱，11 月社融口径下新增人民币贷款 1.11 万亿元，同比少增 348 亿元，低于市场预期的 1.2 万亿元，融资需求改善依然有待经济内生动能的增强。后续看，明年上半年或将出现财政前置，财政支出力度有所加大，融资环境相对宽松并可能出现一次 25bp 幅度的降准，全年社融增速或有望达 9.5%。

图 17：11 月社融增量规模有所改善

图 18：11 月政府债融资动力增强



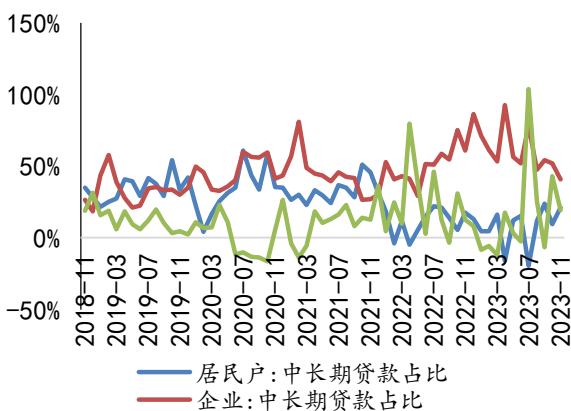
数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

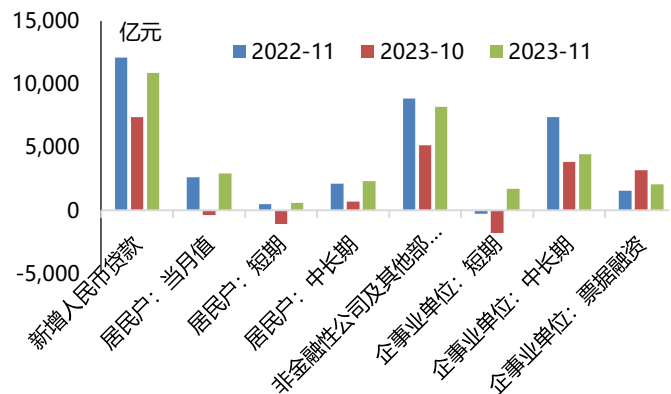
企业部门信贷增长的支撑性因素较强，居民部门中长期贷款改善依然面临房地产下行的制约。11月新增信贷1.09万亿，前11月累计新增贷款21.58万亿元，已超过去年全年水平（21.31万亿元）。从支撑因素看，企业部门特别是国有企业部门在政策支撑下依然有一定的信贷需求，装备制造业设备更新以及高技术产业投资也形成一定的信贷需求，绿色、科技、普惠、数据等重点领域也有较高的投融资需求。从银行角度来看，超额储蓄仍存之下也有将负债转化为资产的较强动机。从制约因素来看，居民部门融资需求改善的节奏或仍然滞后，前11个月整体情况来看，新增贷款累计新增21.57万亿，累计同比为8.35%，其中居民部门贷款占比仅为27%，与2019年至2021年间接近40%的占比相差甚远。后续看，企业信贷较强而居民信贷偏弱的结构性问题或仍将延续，居民部门消费需求偏弱、购房意愿偏弱或持续制约信贷增速。

图 19: 居民部门中长期贷款占比有所回落



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

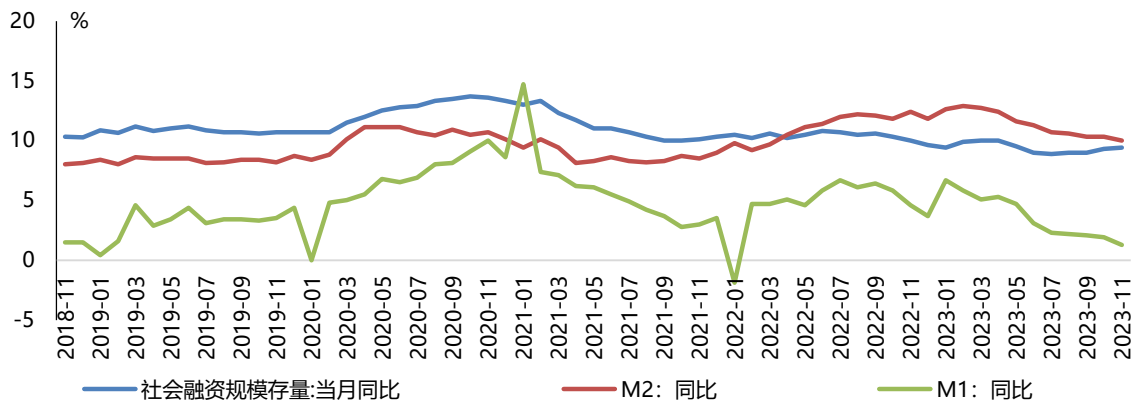
图 20: 信贷各分项规模变化情况



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

M1与M2同比差值延续扩大，资金活化有待提升。11月M2同比为10%，较上月回落0.3个百分点，较去年同期减少2.4个百分点，一是受去年高基数影响，二是受居民存款放缓因素影响，11月居民存款同比少增13411亿元。M2同比与社融存量增速之差为0.6个百分点，延续收窄态势。但需要注意M2与M1的剪刀差在边际扩大，其中M1同比仅为1.3%，较上月下降0.6个百分点，较去年同期减少3.3个百分点，连续五个月走低，已经触及历史低位，M1与M2剪刀差高达8.7个百分点，说明实体经济活力依然较弱，资金活化程度亟需加强。**后续看**，财政支出发力应侧重带动社会投资，进一步扩大专项债券资金投向领域和用作资本金范围，促进资金在实体经济内部流动起来。货币政策降准降息仍有必要性，进一步降低企业和居民的实际利率水平，缓解付息压力，提振投资与消费意愿，特别是注意帮助企业加快周转流通速度。

图 21： M2 与 M1 之差仍处于高位



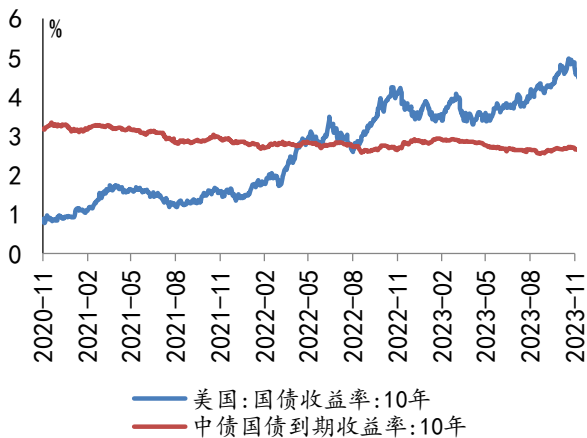
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

五、人民币汇率企稳走升，后续或延续边际走升态势

随着经济温和修复以及美联储暂停加息，11月人民币汇率企稳走升，后续延续升势仍有支撑。本月美元兑人民币中间价月度均值由10月份的7.18走升至7.16。从支撑因素看，一是美联储暂停加息，人民币汇率走贬的外部压力缓解。美联储在9月、11月及12月的三次议息会议均宣布暂停加息。伴随美联储暂停加息，美元指数由9月底的106波动回落至11月底的103.5，人民币汇率承压边际减弱。二是我国宏观基本面向好修复的态势没有改变，对人民币汇率形成支撑，并且美联储下调两磅基准利率的可能也为我国降息进一步提供空间。从制约因素看，一是短期内中美利差倒挂的现象或延续。11月份10年国债到期收益率月度均值为2.67%，同期美国10年国债收

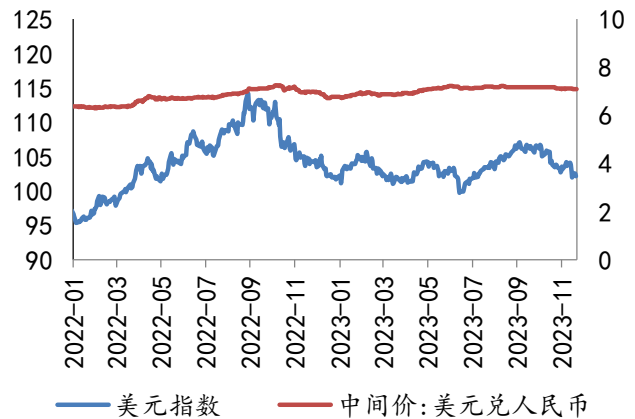
益率月度均值为 4.50%，中美利差继续倒挂并在短期内延续。二是国内经济基本面修复仍偏弱，对人民币汇率的支撑程度仍依赖于经济修复的力度与速度。**后续看**，随着一系列稳增长政策落地见效、中国经济延续修复，以及欧美暂停加息，或支撑人民币汇率企稳，但中美利差持续倒挂、美元指数高位波动下，人民币汇率走升幅度受到制约，未来汇率或在 7 附近双向波动。

图 22：中美利差保持倒挂



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 23：美元指数和人民币汇率走势



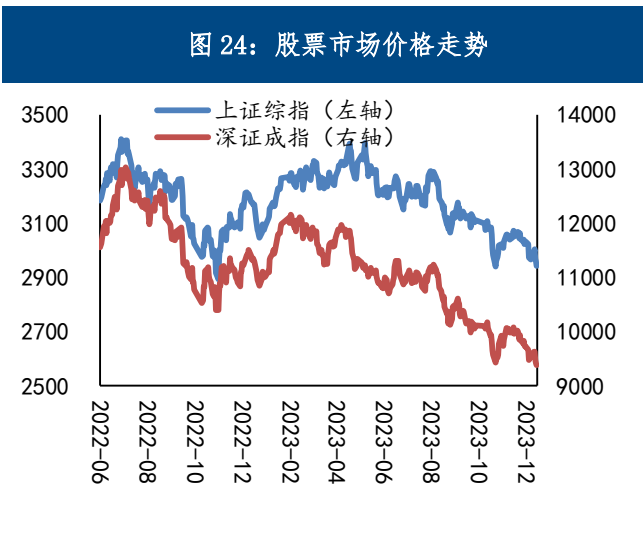
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

六、大类资产配置：权益表现相对较弱，建议关注债券资产

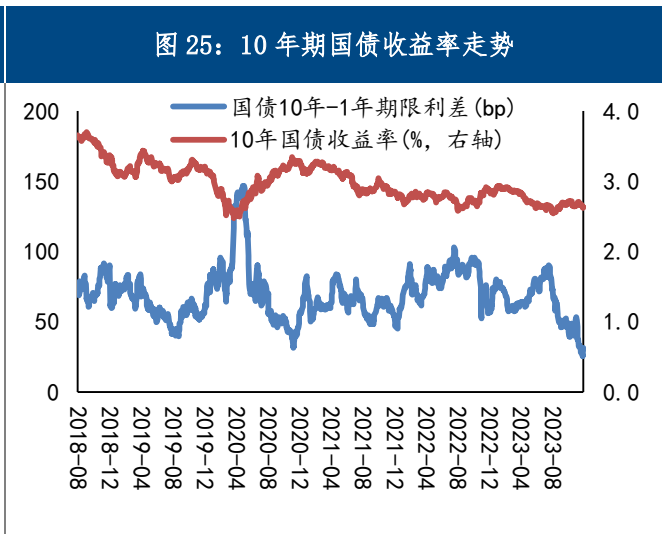
（一）大类资产回顾：各类资产表现分化，风险资产表现不佳

11月16日-12月15日，风险资产表现不佳，权益、大宗商品整体均下跌，债市收益率有所下行。分类别看，**股票市场**整体呈波动下跌走势，统计区间内上证综指、深证成指、创业板指均有所下跌，跌幅分别为 4.24%、6.87%、8.28%；受穆迪下调我主权信用评级展望等因素影响，统计区间内北向资金仍净流出状态、净流出资金规模超 300 亿元，叠加国内经济修复承压，市场信心不足，11 月新发股票型基金份额环比、同比均下滑，带动股票市场整体下行。从估值看，当前上证综指和深证成指市盈率历史分位为近五年 12%、3.5%，近十年 19%、18%，处于历史较低水平。从市场风格看，各类风格指数均有所下跌，大盘、中盘和小盘指数跌幅分别为 7.47%、5%、3.76%。**债市收益率**整体呈上后下走势，截至 12 月 15 日，10 年期国债收益率为 2.62%；11 月下半月，受银行间流动性边际收紧以及全国人大常委会对金融工作意见中强调资金空转问题等影响，收益率波动上行；进入 11 月底，PMI 数据显示经济修复仍承压，同时

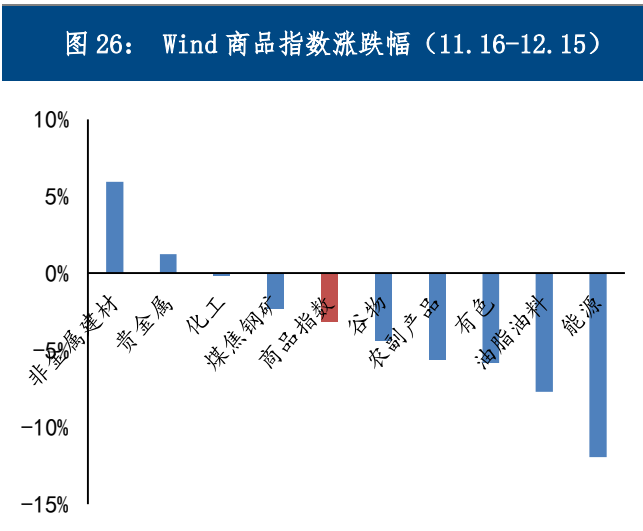
12月初流动性边际转松，且政治局会议、中央经济工作会议释放积极政策信号，货币政策宽松预期升温，收益率转而下行。大宗商品整体呈波动下跌走势，统计区间内商品指数上涨3.11%。分类别看，各细分商品指数表现分化较大，近非金属建材、贵金属指数有所上涨，涨幅分别为5.94%、1.23%；受全球原油需求较为低迷、OPEC自愿性减产下减产率存在不确定性因素影响，原油价格波动下跌、跌破75美元/桶，统计区间内能源指数跌幅约为12%，远高于其余细分指数。



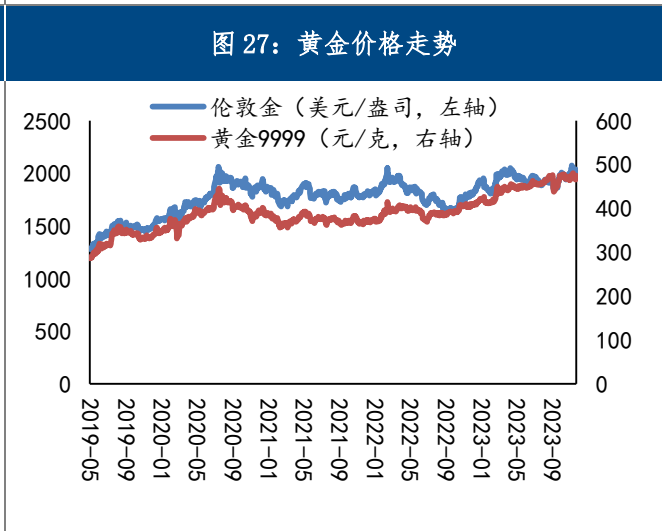
数据来源：Wind, 中诚信国际整理



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）大类资产配置展望：权益市场持续上行动力不足，利率中枢或仍有下行空间

经济修复承压，股票市场持续上行动力不足，建议重点关注债券，可适当博弈降准降息预期。股票市场估值处于历史低位，稳增长政策持续发力，股票市场进一步大幅下行的可能性较低；但需求不足、预期偏弱等仍制约经济复苏，修复斜率仍有待进一步确定，导致投资者对股票市场预期仍偏悲观，叠加外资仍有流出压力，股票市场持续上行的概率也不大，市场信心的实质性改善以及由此带来的增量资金入场或是驱动股票市场向上的动力，短期内建议关注成长类以及高股息板块。从债券市场，经济修复仍有结构性问题，比如消费“明强实弱”问题仍存、房地产投资端和销售端依然低迷等，11月PMI继续走弱也反映出经济修复基础尚不稳固，在此背景下，收益上行动力较为不足；但同时，收益率对经济走弱反映有所钝化，难以对收益率形成趋势性影响，若经济没有超预期下行或降息落地，收益率大幅下行的可能性较小。信用债方面，债市整体呈区间波动走势，票息策略仍具吸引力，资产荒背景下，优质信用债信用利差或仍维持在低位。从大宗商品看，市场对OPEC+减产率存疑、需求不振等，导致近期原油价格表现不佳，在原油表现疲弱的背景下，后续OPEC+产油国或加大减产执行力度，叠加当前油价已接近年内低点，进一步下行空间相对不大，建议关注OPEC+减产可能带来的阶段性反弹机会；黄金方面，美联储12月利率会议释放鸽派信号推动黄金价格上涨，目前伦敦金已超2000美元/盎司，但在利好作用逐步弱化后，短期内黄金持续上涨概率不大，但考虑到美国货币政策或转向、全球经济仍有下行压力等，黄金中长期仍有配置价值。整体而言，经济修复结构性问题仍存，股票市场难有趋势性机会，建议关注成长类以及高股息板块；债市收益率上行动力不足，经济复苏承压下，预计明年利率中枢或有所下行。此外，从大宗商品看，在全球经济仍有下行压力、海外流动性或有所放松下，建议关注黄金中长期配置价值，可在价格回调后择机配置。结合模型¹配置权重，建议关注债券配置机会，可适当博弈降准降息预期。

¹ 大类资产配置模型简介见附录

附录：均值方差模型介绍

本文大类资产配置观点主要依据基本面分析和模型结果，模型采用改进的均值方差模型。均值方差模型基于理性投资行为特点，在给定风险条件下最大化收益（或是在给定收益下最小化风险）为规划目标，求解资产配置组合，原理如下：

假设存在 n 种资产标的，其期望收益率 $R = (r_1, r_2, \dots, r_n)^T$ ，各标的权重 $w = (w_1, w_2, \dots, w_n)$ ， Σ 表示收益率的协方差矩阵， λ 表示风险厌恶水平。以投资者效用最大为目标，可建立模型：

$$\begin{aligned} \max \quad & w^T R - \frac{\lambda}{2} w^T \Sigma w \\ \text{s.t.} \quad & \mathbf{1}^T w = 1 \\ & w^i \geq 0 \end{aligned}$$

均值方差模型将收益和风险量化，寻找出收益和风险之间的均衡点，但同时收益和风险的微小变化会改变有效组合构成，影响模型的稳健性。本文通过对各类标的资产设置最小配置权重、止损条件（短期内某一类资产亏损超过 10%，设置下期该类资产权重不超过某一数值）来提高模型的稳健性，并分别测试了不同滚动期限（30/60/90/120 个交易日）、止损条件下模型的表现结果，发现滚动期限²设置为 90 个交易日、止损条件设置为 30 个交易日内某一类资产亏损超过 10% 时调低资产权重效果较好

² 这里滚动期限是指求解当期模型权重所需的历史数据时间长度

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO5号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>